

## Executive Summary

- Die Frühindikatoren erholen sich auf breiter Front: Der ZEW in Deutschland sowie die Einkaufsmanagerindizes und das Konsumklima in den USA ziehen deutlich an.
- Die Re-Eskalation im Mittleren Osten und steigende Energiepreise treiben die Inflationserwartungen. Die Teuerung liegt allgemein über dem 2%-Ziel; die Schweiz nimmt mit 0,5% weiterhin eine Sonderstellung ein.
- Die EZB hat am 23. Juli die Leitzinsen unverändert belassen; von Fed, BoE und BoJ wird Ende Monat ebenfalls ein Nullentscheid erwartet. Die Unabhängigkeit der Fed ist auf dem Prüfstand.
- Die Renditen am langen Ende notieren auf einem Mehrdekadenhoch.



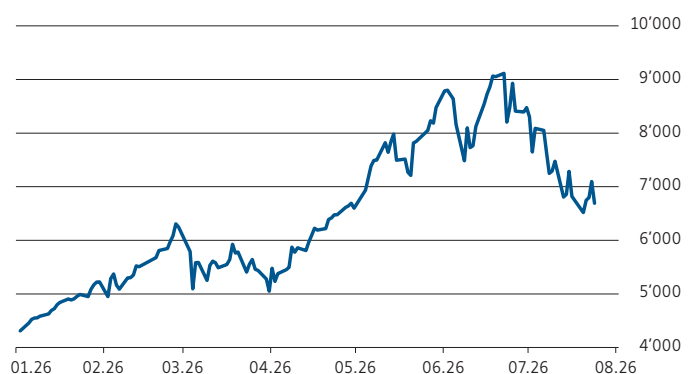
### Fokusthema

## Der beste und zugleich schlechteste Aktienmarkt der Welt

- Südkoreas Börse eilte in der ersten Jahreshälfte von Rekord zu Rekord. Der Leitindex Kospi legte zeitweise über 100% zu, so viel wie keine andere grosse Börse. Seit Mitte Juni stellt derselbe Markt auch den grössten Verlierer: Der Index büsste rund ein Viertel seines Wertes ein, bei einer Volatilität über dem Niveau der Krisen von 1997 und 2008. Unter dem Strich bleibt seit Jahresbeginn dennoch ein Plus von rund 60%. Der Aufstieg hat einen realen Kern: Samsung und SK Hynix beherrschen den Weltmarkt für Speicherchips, wichtige Eckpfeiler des KI-Booms, und ihre Gewinne haben sich vervielfacht.
- Das Problem ist die Marktstruktur. Die beiden Titel erreichten fast 60% des Indexgewichts. Zudem sind koreanische Privatanleger bekannt für ihren Risikoappetit und stellen rund die Hälfte des Handelsvolumens – zunehmend auf Pump. Solche wertschriftenbesicherten Lombardkredite erreichten im Juni mit umgerechnet rund USD 26 Mrd. einen Rekord und die gesamte Anlegerverschuldung überstieg USD 40 Mrd. Dazu kamen gehebelte ETFs, die das Doppelte der täglichen Kursbewegung versprechen und bei fallenden Kursen mechanisch verkaufen müssen, mitten in die Abwärtsbewegung hinein.
- In der Korrektur lösten über 1,2 Mio. Konten Nachschussforderungen aus; gegen 350'000 wurden von den Brokern gar zwangsliquidiert. Die Aufsicht stoppte daraufhin die Zulassung neuer Hebel-ETFs und verdreifacht per Ende Juli die Mindestein-

lage, wobei nur noch Barmittel als Sicherheit zählen. Das soll stabilisieren, drosselt aber zugleich die Kaufkraft jener Privatanleger, die bisher jede Korrektur aufgefangen haben.

KOSPI Composite Index, seit 1.1.2026

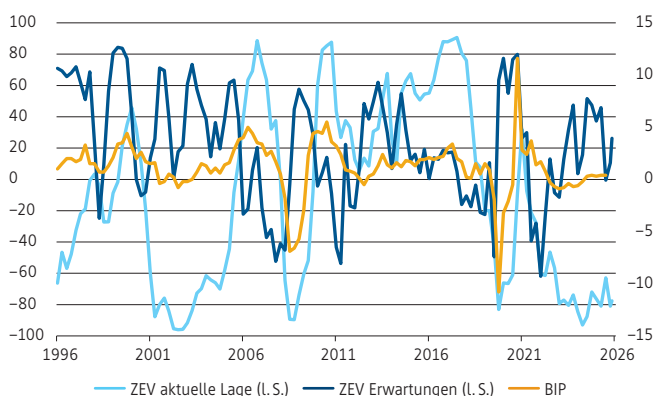


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Bessere Stimmung trotz latentem Preisdruck

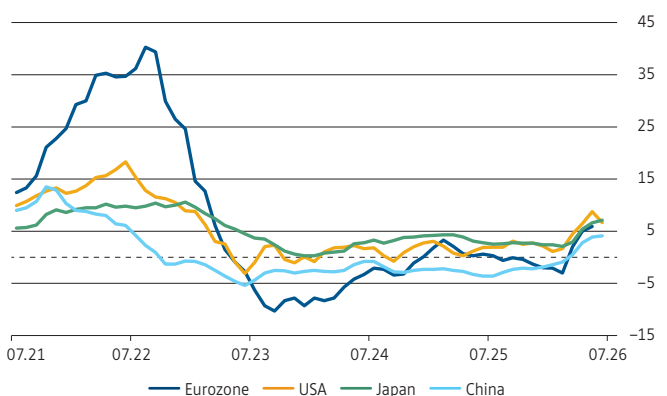
- Deutschland, die grösste Volkswirtschaft Europas, erholt sich laut ZEW-Umfrage vom Juli weiter kräftig. Der Index misst vorrangig die Erwartungen der Finanzmarktexperten auf Sicht von sechs Monaten – und genau diese springen von 10,5 auf 26,3 Zähler, deutlich über den Analystenschätzungen. Auch die Einkaufsmanager melden bessere Werte, in der Industrie wie im Dienstleistungssektor.
- In diesen Werten sind der Ölpreisrückgang, der Anstieg aufgrund der neuerlichen Eskalation und auch die Erwartung, dass es sich bei letzterem um einen vorübergehenden Preisschub handeln dürfte, berücksichtigt. Die Inflationsdaten auf Gesamt- und Kernebene haben sich im Juni wieder etwas beruhigt.
- Die Produzentenpreise bleiben jedoch erhöht: Japan 7,1%, USA 6,7%, Eurozone 5,9% und China 4,1%. Der Wert für China verdient Beachtung, weil die dortigen Erzeugerpreise lange kaum Druck aufbauten. Im Verhältnis zur Konsumentenpreisinflation fallen die Werte hoch aus. Diese Kosten sind bei den Herstellern von Gütern und Dienstleistungen bereits angefallen.
- Daraus ergeben sich zwei Pfade: Die Produzenten geben die Kosten mit Verzögerung an die Konsumenten weiter, oder sie akzeptieren tiefere Margen. Welcher Pfad dominiert, hängt von der Preissetzungsmacht und der Nachfrage in den einzelnen Sektoren ab. Für die Gesamtinflation erwarten wir deshalb einen anhaltenden, aber dosierten Druck. Erneut steigende Ölpreise bilden das zentrale Aufwärtsrisiko für diese Einschätzung.
- Die Konsumentenbefragung der Universität Michigan zeigt eine weitere deutliche Erholung. Lagebeurteilung, Erwartungen und Gesamtindex liegen neu über 54 Punkten. Der Abstand zum historischen Tief wächst, der langfristige Durchschnitt von 86 bleibt jedoch weit entfernt. Die Stimmung verbessert sich also von einem sehr tiefen Niveau aus, eine Normalisierung ist es noch nicht. Die kurzfristige Inflationserwartung sinkt auf 4,2% und bleibt damit hoch. Die für die Fed relevantere langfristige Erwartung verharrt wie im Vormonat bei 3,3% und liegt deutlich über dem Ziel von 2%. Solange dieser Wert nicht fällt, bleibt der Spielraum der Notenbank begrenzt.
- Sowohl die Geopolitik wie auch die US-amerikanische Handelspolitik bleiben die grossen belastenden Unsicherheitsfaktoren für die globale Wirtschaft.

## Deutschland: ZEW und BIP, 30 Jahre



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Erzeugerpreise: Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Eine Pause – viele offene Fragen

- Nach einer Zinserhöhung im Juni hat die EZB am 23. Juli die drei Leitzinsen unverändert belassen: Einlagefazilität 2,25%, Hauptfinanzierungssatz 2,4% und Spitzenfinanzierungsfazilität 2,65%. Die geopolitischen Unsicherheiten bleiben laut EZB belastend. Zu weiteren Massnahmen wurden keine Aussagen gemacht. Der Markt erwartet spätestens bis zur Oktober-Sitzung eine Erhöhung um 25 Basispunkte und mindestens einen weiteren Schritt im Jahr 2027.
- Auf den erwarteten Entscheid sind die Renditen leicht gestiegen, während der Euro nur kurzfristig unter Druck geriet.
- Auch die US-Notenbank belässt ihren Leitzins unverändert bei 3,50%–3,75%. Drei Mitglieder stimmten für eine Erhöhung. Kevin Warsh bekräftigte, dass das Inflationsziel von 2% unverändert gilt.
- Bis Monatsende dürften auch die übrigen Notenbanken ihre Politik unverändert lassen. Trotz Inflation über dem Ziel dürfte wegen der begrenzten Wirkung weiterer Zinserhöhungen und des Rezessionsrisikos vorerst abgewartet werden.
- Die Wahl von Kevin Warsh rückt zudem die politische Unabhängigkeit der Fed in den Fokus. Die hohe Staatsverschuldung und steigende Zinskosten erhöhen den politischen Druck.
- Die SNB tagt am 24. September. Auch hier wird mit keiner Anpassung gerechnet. Gesamtinflation nahe Null sowie rückläufige Import- und Erzeugerpreise sprechen für den Status quo.
- Die Schweiz bleibt zusammen mit neun weiteren Ländern auf der US-Beobachtungsliste für Währungsmanipulationen. Nach

den Aussagen von SNB-Präsident Martin Schlegel zu Interventionen sowie angesichts der aktuellen Frankenschwäche dürfte dies vorerst so bleiben.

## Zinsprognose Schweiz: unsere Einschätzung seit April 2026

- Die Schweizerische Notenbank hat ihren Leitzins am 18. Juni unverändert bei 0% belassen. Damit ändern sich die Zinsen von Saron-Hypotheken vorerst nicht, da sich diese an den Vorgaben der Währungshüter ausrichten.
- Mittelfristig sehen wir aber die Möglichkeit einer Leitzinserhöhung, da die nachhaltig höheren Rohstoffpreise auch in der Schweiz zu einer höheren Inflation führen werden.
- Die Phase der ausgeprägten Frankenstärke scheint vorläufig ihren Höhepunkt überschritten zu haben. Während die Aufwertung einen dämpfenden Effekt auf die importierte Inflation ausgeübt hatte, wirkt der schwächere Franken nun eher inflationär.
- Die Abhängigkeit vom Öl ist hierzulande deutlich geringer als im Ausland – die Schweiz deckt rund 60% ihres Stroms aus Wasserkraft und gut ein Drittel aus Kernenergie, während Erdöl vor allem im Verkehr und bei Heizungen eine Rolle spielt.

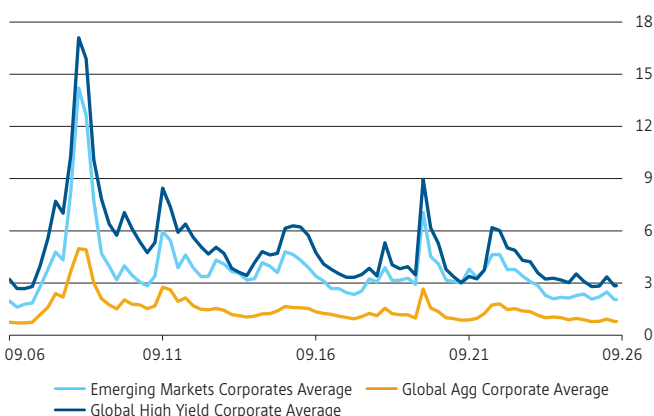
|                | aktuell | Dez. 27 | Dez. 28 | Dez. 29 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| Saron 3 Monate | -0.04   | 0.30    | 0.44    | 0.52    |
| Swap 2 Jahre   | 0.29    | 0.65    | 0.68    | 0.72    |
| Swap 5 Jahre   | 0.50    | 0.89    | 0.93    | 0.98    |
| Swap 10 Jahre  | 0.73    | 1.33    | 1.33    | 1.33    |

## Zinsprognose Schweiz



Quelle: Aquila AG, Bloomberg Financial L.P.

## Zinsaufschläge: Unternehmens-, Schwellenländer- und hochverzinsliche Anleihen



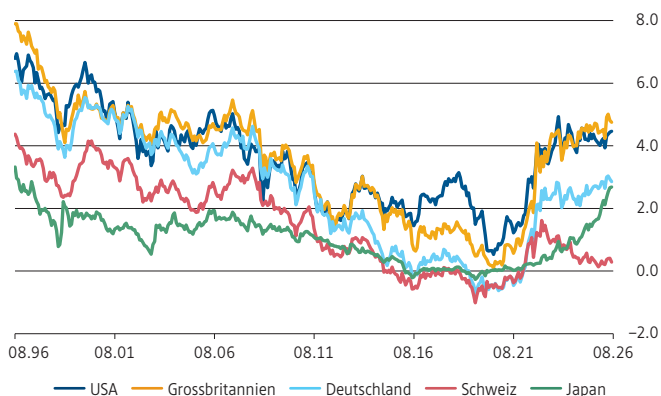
Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Anleihen / Aktien

## Energiepreise und Inflationserwartung treiben Renditen

- Die neu aufflammenden Angriffe im Mittleren Osten treiben Energiepreise und Inflationserwartungen erneut nach oben. In deren Sog steigen auch die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen. In den USA notieren sie mit 4,7% nahe einem 19-Jahres-Hoch, Grossbritannien zeigt ein ähnliches Bild bei rund 5%. Deutschland erreicht mit 3,2% ein Niveau, das zuletzt vor 15 Jahren galt; in Japan hob ein scharfer Anstieg die Renditen auf Werte von 1996, die bei 2,8% stehen.
- Diese erhöhten Sätze dürften uns erhalten bleiben und die Zinslast auf der Staatsverschuldung dieser Länder spürbar verteuern. Die Schweiz bildet die Ausnahme: solide Staatsfinanzen und tiefe Inflation halten die Rendite zehnjähriger Eidgenossen – aktuell bei 0.5% – weiterhin tief.
- Die Risikoaufschläge bleiben derweil auffällig ruhig. Trotz angespannter weltpolitischer Lage notieren die Spreads für Schwellenländer-, Unternehmens- und Hochzinsanleihen auf historisch engen Niveaus, wie sie zuletzt vor der grossen Finanzkrise von 2008/09 zu beobachten waren. Der Puffer ist damit gering und Anlagen in diesem Segment entschädigen kaum für das Risiko.

## Zinsen 10-jährige Staatsanleihen in %, 30 Jahre

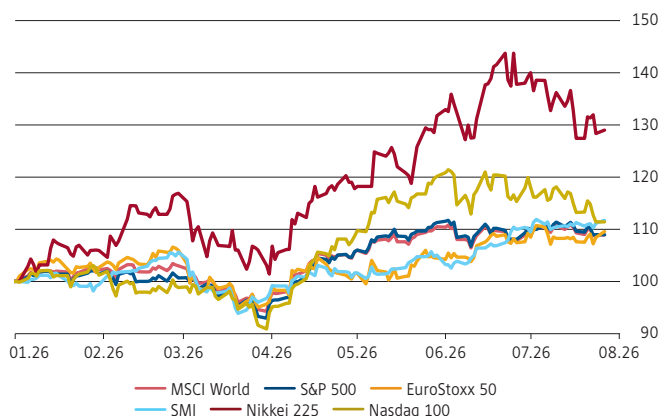


Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## KI-Boom: Die Rechnung wird neu finanziert

- Weder die gestiegenen Renditen noch die erhöhten Energiepreise konnten die Aktienmärkte bisher ernsthaft bremsen. Die meisten Indizes der Industrieländer notieren weiterhin nahe ihren Allzeithochs.
- Die Berichtssaison zum zweiten Quartal ist gestartet und der erste «Hyperscaler» Alphabet übertraf die Erwartungen: Der Umsatz wuchs 24% auf USD 120 Mrd., das Cloud-Geschäft gar um 82%. Der Gewinnsprung auf USD 112 Mrd. stammt allerdings überwiegend aus der Aufwertung der SpaceX-Beteiligung nach deren Börsengang, ein Buchgewinn ohne operative Substanz. Entscheidender ist, dass Alphabet die Investitionsprognose für 2026 erneut auf USD 205 Mrd. erhöhte und der freie Kapitalfluss ins Minus drehte. Der einstige Cashflow-Champion finanziert den KI-Ausbau nun über Anleihen- oder Aktienemissionen, nicht mehr aus dem laufenden Geschäft.
- Anders als in der «Tech-Bubble» 2000 wachsen Umsätze und Gewinne real und zweistellig, was gegen eine Blase spricht, dafür werden Rekordinvestitionen zunehmend fremdfinanziert und die Rendite auf das investierte Kapital bleibt unbeziffert – klassische Merkmale eines späten Zyklus. Kritisch wird es, wenn das Cloud-Wachstum nachlässt, bevor sich die Investitionen monetarisieren.
- Wir bleiben investiert, achten auf die Qualität der Cashflows und halten an unserer Erwartung einer Verbreiterung der Marktbasis fest.

## Aktienmärkte: Performance seit 1.1.2026, indexiert, in Lokalwährung



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

# Währungen und andere Anlagen

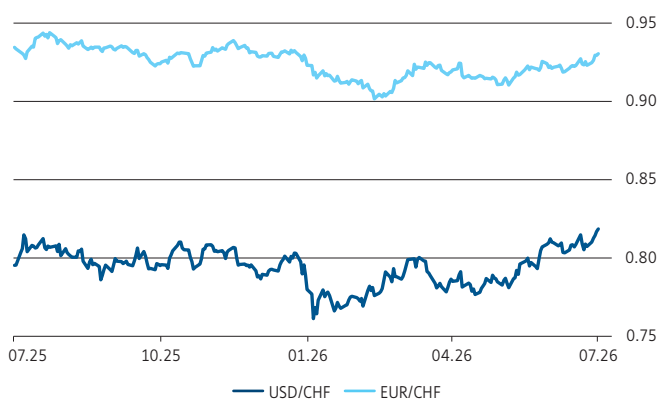
## Frankenschwäche

- Der Euro hat den technischen Widerstand bei 0,93 Franken durchbrochen und signalisiert weiteres Aufwertungspotenzial; nachdem er zu Jahresbeginn bis auf 0,90 gefallen war, sind die Kursverluste damit ausgeglichen. Der US-Dollar setzt seinen Aufwärtstrend fort und notiert bei 0,82 auf einem Jahreshoch.
- Franken und Yen sind durch den Zinsabschlag gegenüber den wichtigsten Devisen belastet, vor allem gegenüber dem US-Dollar. Das Paar USD/JPY hat die symbolisch bedeutende Marke von 160 durchbrochen und mit 163 erstmals seit 1986 wieder solche Sphären erreicht. Japans Finanzministerium stemmte sich im April und Mai mit Rekordinterventionen von umgerechnet über USD 70 Mrd. dagegen; die Wirkung verpuffte innert sechs Wochen. Das Risiko liegt weniger im schwachen Yen selbst als in einer abrupten Umkehr: Weltweit finanzieren Investoren mit billigen Yen-Krediten Anlagen in höher verzinsten Währungen, vor allem aber US-Aktien. Wertet der Yen plötzlich auf, müssen diese «Carry Trades» schlagartig aufgelöst werden, um die nun teureren Schulden zu decken. Im August 2024 genügte eine Zinserhöhung in Tokio, schwache Arbeitsmarktzahlen und daraufhin erwartete Zinssenkungen in den USA, um eine solche Umkehr auszulösen und die Aktienmärkte weltweit ins Rutschen zu bringen.

## Eskalation im Persischen Golf und robuste Rohstoffnachfrage

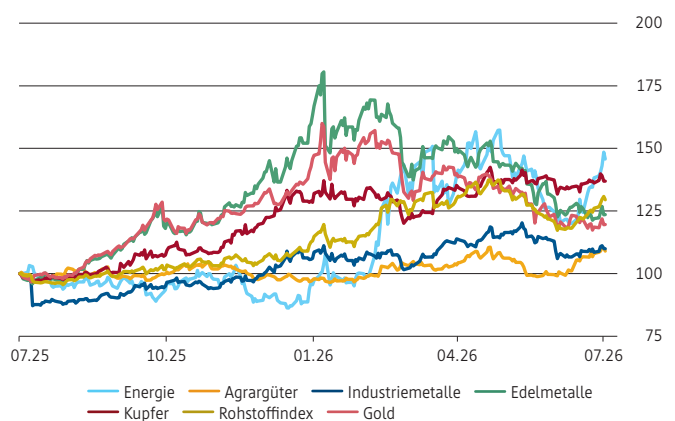
- Die Re-Eskalation im Persischen Golf mit gegenseitigen Angriffen auf die strategische Infrastruktur in der Region und der unsicheren Lage bezüglich Passierbarkeit der Strasse von Hormus hat zu einem erneuten heftigen Anstieg der Energiepreise am Weltmarkt geführt. Zudem ist der Aufschlag von Brent gegenüber WTI innert weniger Wochen von zwei auf über acht Dollar angesprungen. Eine nachhaltige Entspannung der Situation erwarten wir nicht. Die Kurse bleiben aufgrund der anhaltenden Feindseligkeiten erhöht.
- Gold, für das wir unverändert eine strategische Position in unseren Portfolios halten, bleibt weitestgehend negativ zu den Ölnotierungen korreliert. Bei rund USD 4'000 pro Unze besteht eine starke technische Unterstützung. Zudem erwarten wir, dass die türkische Notenbank nach einer liquiditätsbedingten Abgabewelle zeitnah wieder als Käuferin auftreten wird. Wir erkennen keinen Bruch der erhöhten Notenbanknachfrage nach Gold.
- Schliesslich gehen wir weiter von einer allgemein starken Rohstoffnachfrage aus, die getragen wird von der Energiewende sowie weltweiten Infrastruktur- und Rüstungsprogrammen.

## Euro und Dollar gegen Franken (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

## Rohstoffindizes (12 Monate)



Quelle: Bloomberg Finance L.P.

Beim vorliegenden Dokument/Publikation handelt es sich um Werbung. Die Angaben in diesem Dokument dienen ausschliesslich der Information und gelten weder als Angebot noch als Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf. Die darin enthaltenen Informationen stammen aus als zuverlässig und glaubwürdig eingestuften Quellen; die Vollständigkeit oder Richtigkeit der Angaben kann aber nicht garantiert werden. Diese Informationen können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Die Angaben in diesem Dokument sind ausschliesslich für Personen mit Sitz in der Schweiz bestimmt. Sie richten sich nicht an Personen mit US-Staatsangehörigkeit oder mit Wohnsitz in den USA. Einige Produkte und Dienstleistungen unterliegen gesetzlichen Beschränkungen und können deshalb nicht von allen Anlegern erworben werden. Es ist Sache der Interessenten, sich über Einschränkungen aufgrund ihrer Nationalität oder ihres Sitzes zu erkundigen. Es wird keine Haftung für Verluste oder entgangene Gewinne übernommen, die aus der Nutzung des vorliegenden Dokumentes entstehen könnten. Die Broschüre «Risiken im Handel mit Finanzinstrumenten» oder regulatorische Dokumente zu Finanzinstrumenten (bspw. Basisinformationsblatt, Prospekt, usw.) können Sie bei Ihrer Bank beziehen oder finden Sie auf unserer Website. Die Publikation entstand in Kooperation mit Aquila.